

学校编码: 10384  
学号: 32120091150594

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

**并购对营运资本管理效率的影响**  
——基于中国上市公司的实证研究

**The Impact of M&A on Working Capital Management  
Efficiency: An Empirical Study on Chinese listed companies**

李丽萍

指导教师姓名: 李 常 青 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2012 年 月 日

论文答辩时间: 2012 年 月 日

学位授予日期: 2012 年 月 日

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2012 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

---

## 摘要

在中国市场经济逐步完善的背景下，并购逐渐成为中国企业扩大规模、进入新行业、提高营运绩效的重要手段。但国外的实证研究显示，只有不到 25% 的并购实现了预期的战略目标（Marks 和 Mirvis，2001），也就是说，绝大部分并购降低了企业的运营绩效（Bruner，2002）。近年来，这一现象引起了大批学者的关注，很多学者从代理理论和市场环境来解释并购失败的原因，但 JS Sagner（2007）认为这样的解释都过于牵强，没有针对性，他提出营运资本才是衡量并购是否有效的关键因素。基于这一观点，本文试图探究并购是否影响营运资本管理效率，以及这种影响力主要作用于营运资本的哪些方面。

针对这些问题，本文以 2005-2006 年发生并购的 215 起并购案例为研究样本，以并购中的目标公司为研究对象，对比分析了发生并购企业与未发生并购企业之间营运资本管理效率的差异。通过对企业发生并购后五年营运资本周转期变动情况的回归分析，研究了并购行为对营运资本管理效率的影响；同时探讨了并购特征对营运资本管理效率影响的差异性；考察了并购对营运资本管理效率的影响主要作用于营运资本周转期的哪些方面。

本文研究发现，整体上来说，并购行为与营运资本周转期正相关，说明并购行为对营运资本管理效率有消极的影响。其中，纵向并购和区域内并购显著提高了营运资本管理效率，而多元化并购和跨区域并购却降低了营运资本管理效率。并购行为对营运资本管理效率的影响主要作用于存货周转期，实证结果显示，纵向并购和区域内并购能显著缩短存货周转期，继而达到提高营运资本管理效率的目的。本文的研究结论在一定程度上可以为并购活动提供决策依据，也有助于我国并购市场的不断完善以及并购事件成功率的提升。

**关键词：**并购；营运资本；营运资本周期；并购方式

## Abstract

As China's economy growing, M&A has become a common business strategy to expand the scale of enterprises, enter new industry, and improve operational performance in increasingly competitive environments. But some studies have found that less than 25% of all mergers achieved their stated strategic objectives (Marks & Mirvis, 2001). In other words, the majority of the research appears to support the hypothesis that mergers and acquisitions have negative effects on financial performance (Bruner, 2002). In recent years, many scholars are seeking to find the reasons of M&A failure. Agency theory and M&A characteristics are often cited in studies. JS Sagner (2007) argues that a better understanding of the linkage between merger and working capital will help to explain why mergers have a negative effect on financial results. Based on his view, this paper attempts to explore if M&A affect the efficiency of working capital and which part of working capital they affect.

To find the answers, we select 215 M&A cases during 2005-2006. By focusing on the target company, we compare the differences of working capital management between M&A companies and other listed companies. Through the regression analysis, the paper discussed the effects of M&A on DWC (days working capital), the different impacts of various M&A characteristics, and find out which part of working capital has been affected.

This study find out that merge and DWC is positively correlated, while mergers and acquisitions have a negative impact on working capital. The efficiency of working capital is improved after vertical merger and regional merger happened, but iversified mergers and cross-regional mergers have negative impact on working capital. DIO(days inventory on-hand) is shortened by vertical merger and regional merger, and the objective about improving the efficiency of working capital management is achieved. The findings of this paper could provide a basis for M&A activity, also contribute to improving China's M&A market and enhancing the success rate of M & A events.

---

**Key Words:** Mergers and Acquisitions; Working capital; Days working capital;  
M & A characteristics

厦门大学博硕士论文摘要库

## 目录

<b>第 1 章 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景及问题的提出	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究思路和框架	4
<b>第 2 章 理论基础与研究综述</b>	<b>6</b>
2.1 概念界定	6
2.1.1 并购	6
2.1.2 营运资本	6
2.2 营运资本管理效率理论及研究综述	8
2.2.1 营运资本管理的效率衡量	8
2.2.2 营运资本管理效率的影响因素	10
2.2.3 营运资本管理效率与企业绩效的关系	10
2.3 并购动因理论	11
2.3.1 协同效应假说	12
2.3.2 委托-代理理论	14
2.3.3 多元化经营理论	15
2.3.4 市场势力理论	16
2.3.5 其他并购动因	17
2.4 并购财务绩效研究综述	17
2.4.1 并购活动对并购后企业运营绩效的影响	17
2.4.2 不同并购类型对企业并购后运营绩效的影响	20
2.4.3 不同区域的并购对企业并购后运营绩效的影响	21
<b>第 3 章 研究设计</b>	<b>24</b>
3.1 数据来源与筛选	24
3.1.1 数据来源	24
3.1.2 样本筛选标准	24
3.2 变量指标的设定	25



3.2.1 被解释变量指标设定.....	25
3.2.2 解释变量指标设定.....	26
3.2.3 控制变量指标设定.....	27
<b>3.3 研究假设 .....</b>	<b>29</b>
3.3.1 并购行为与营运资本管理效率.....	29
3.3.2 并购方式与营运资本管理效率.....	31
3.3.3 并购双方地理差异与营运资本管理效率.....	33
<b>3.4 研究模型 .....</b>	<b>34</b>
<b>第4章 实证结果与分析.....</b>	<b>37</b>
<b>4.1 描述性统计 .....</b>	<b>37</b>
4.1.1 描述性统计与分析 .....	37
4.1.2 相关系数分析 .....	41
4.1.3 分组检验与分析 .....	42
<b>4.2 多元回归分析 .....</b>	<b>48</b>
<b>4.3 稳健性检验 .....</b>	<b>55</b>
<b>第5章 研究结论与展望.....</b>	<b>57</b>
<b>5.1 研究结论 .....</b>	<b>57</b>
<b>5.2 政策建议 .....</b>	<b>60</b>
<b>5.3 研究的创新点与不足之处.....</b>	<b>63</b>
5.3.1 研究的创新点.....	63
5.3.2 不足之处.....	63
<b>参考文献 .....</b>	<b>64</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>64</b>

# CONTENTS

<b>Chapter1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Questions .....</b>	<b>1</b>
1.1.1 The Background of The Study.....	1
1.1.2 The signification of The Study.....	3
<b>1.2 Research Method and Framework .....</b>	<b>4</b>
<b>Chapter2 Background Theory and Literature Review.....</b>	<b>6</b>
<b>2.1 Concept Definitions .....</b>	<b>6</b>
2.1.1 Mergers and Acquisitions.....	6
2.1.2 Working Capital .....	6
<b>2.2 Theory of Working Capital Management Efficiency and Literature Review .....</b>	<b>8</b>
2.2.1 The Scale of Working Capital Management Efficiency .....	8
2.2.2 The Factors Influencing the Efficiency of Working Capital Management ..	10
2.2.3 The Relationship between Working Capital Management Efficiency and Enterprise Performance.....	10
<b>2.3 M &amp; A Motivation Theory .....</b>	<b>11</b>
2.3.1 Synergies Hypothesis.....	12
2.3.2 Agency Theory .....	14
2.3.3 Diversification Theory.....	15
2.3.4 Market Power of Theory .....	16
2.3.5 Other M & A Motivation .....	17
<b>2.4 Review of Financial Performance of M &amp; A .....</b>	<b>17</b>
2.4.1 The Impact of M&A on Enterprises' operational Performance.....	17
2.4.2 The Impact of Different Types of M&A on Enterprises Performance.....	20
2.4.3 The Impact of Different regions of M&A on Enterprises Performance .....	21
<b>Chapter3 Research Design.....</b>	<b>24</b>
<b>3.1 Sample Selection .....</b>	<b>24</b>
3.1.1 The Data Resources.....	24
3.1.2 The Sample Selection.....	24

<b>3.2 The Definition of Variables.....</b>	<b>25</b>
3.2.1 Definition of Dependent Variables .....	25
3.2.2 Definition of Independent Variables .....	26
3.2.3 Definition of Control Variables.....	27
<b>3.3 Research Hypothesis.....</b>	<b>29</b>
3.3.1 M&A and Working Capital Management Efficiency .....	29
3.3.2 The types of M&A and Working Capital Management Efficiency .....	31
3.3.3 Geographical differences and Working Capital Management Efficiency ....	33
<b>3.4 Research Models .....</b>	<b>34</b>
<b>Chapter4 Empirical Results and Analysis.....</b>	<b>37</b>
<b>4.1 Descriptive Statistics and Correlation Analysis.....</b>	<b>37</b>
4.1.1 Descriptive Statistics and Analysis .....	37
4.1.2 Analysis of the Correlation Coefficient.....	41
4.1.3 Grouping Test and Analysis.....	42
<b>4.2 Multiple Regression Analysis.....</b>	<b>48</b>
<b>4.3 Robustness Test.....</b>	<b>55</b>
<b>Chapter5 Conclusions and Future Research.....</b>	<b>57</b>
<b>5.1 The Main Conclusions of the Study.....</b>	<b>57</b>
<b>5.2 Policy Suggestions.....</b>	<b>60</b>
<b>5.3 The Innovation and Deficiency .....</b>	<b>63</b>
5.3.1 Innovation.....	63
5.3.2 Deficiency .....	63
<b>Reference.....</b>	<b>64</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>71</b>

## 图表目录

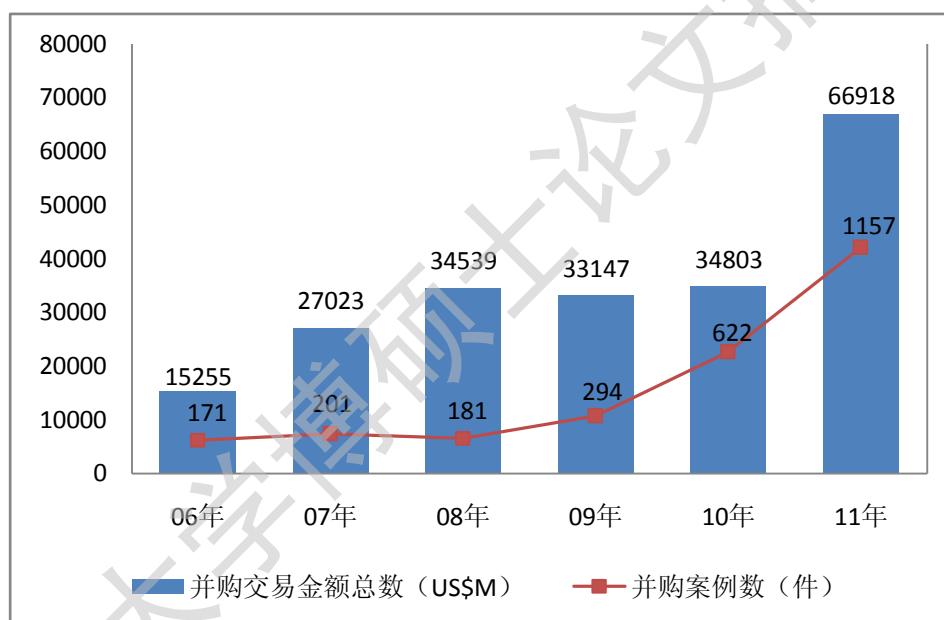
图 1 2006 年—2011 年中国企业并购交易完成规模比较.....	1
图 2 营运资金调查.....	2
图 3 研究框架.....	5
图 4 营运资本周转流程.....	32
图 5 并购样本与未并购样本的营运资本周转期.....	42
图 6 纵向并购与无纵向并购的营运资本周转期.....	43
图 7 横向并购与无横向并购的营运资本周转期.....	43
图 8 多元化并购与无多元化并购的营运资本周转期.....	44
图 9 区域内并购与无区域内并购的营运资本周转期.....	45
表 1 变量定义一览表.....	36
表 2 营运资本周转期均值的描述性统计.....	38
表 3 行业营运资本周转期描述性统计.....	38
表 4 营运资本周转期变动值的描述性统计.....	39
表 5 主要变量的描述性统计.....	41
表 6 主要变量相关性分析.....	41
表 7 营运资本周转期变动值分组检验.....	46
表 8 并购对营运资本周转期各组成部分的影响.....	47
表 9 并购对营运资本周转期影响的回归结果.....	49
表 10 纵向并购对营运资本周转期影响的回归结果.....	51
表 11 横向并购对营运资本周转期影响的回归结果.....	51
表 12 多元化并购对营运资本周转期影响的回归结果.....	52
表 13 区域内并购对营运资本周转期影响的回归结果.....	53
表 14 跨区域并购对营运资本周转期影响的回归结果.....	54
表 15 并购与营运资本周转期的回归结果汇总表.....	55
表 16 并购与营运资本周转期的回归结果汇总表.....	56

## 第 1 章 绪论

### 1.1 研究背景及问题的提出

#### 1.1.1 研究背景

自十九世纪末的第一次企业并购浪潮发生以来，并购行为日趋活跃，特别是在近十年来的中国市场，并购浪潮势不可挡。从图 1 可以看出，自 2007 年起，在金融危机的席卷下，中国企业完成并购交易案例数量及披露交易金额呈显著上升趋势。2011 年国内并购高达到 1157 起，环比上升 86.01%；披露金额 66.92 亿美元，环比上升 92.28%<sup>①</sup>。



数据来源：清科数据库 2012.01

图 1 2006 年—2011 年中国企业并购交易完成规模比较

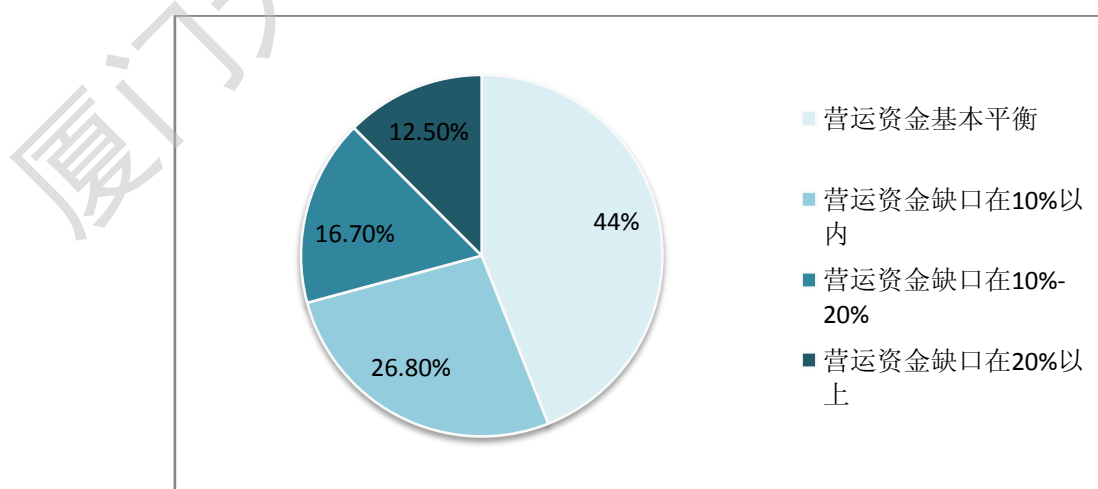
并购是企业优化资源配置的一种有效手段，通过并购可以实现扩大市场份额、降低交易成本、产生规模经济、获得协同效应等诸多好处。美国管理学家 Peter Drucker 曾指出“公司兼并不仅仅是一种财务活动，只有在整合业务上取得成功，才是一个成功的收购；否则只是在财务上的操纵，这将导致业务和财务上的双重失败”<sup>[1]</sup>。也就是说，并购后的业务整合决定着并购的成效，直接影响到企业并购能否达到预期目标和能否成功。并购整合包括战略、组织、文化、生产运营等多方面的整合，各个方面之间具有千丝万缕的联系，只有全方位的有效整合才能

<sup>①</sup>数据来自 CVSource 数据库

实现并购双方的共赢。

鉴于并购在经济发展过程中的重要性，实务界及理论界对此给予了高度关注。目前国内外有关并购的研究主要围绕并购动因和并购绩效两方面展开研究分析。关于并购动因的研究相对成熟，基本形成了比较一致的理论体系，而对于并购绩效的研究，无论是绩效衡量方法还是研究结果均存在很大的差异，且鲜有从营运资本管理效率角度研究并购绩效的文章。随着经济的发展，越来越多的企业开始意识到营运资本管理的重要性。因营运资金管理不善而导致企业破产倒闭的案例已屡见不鲜，比如 2003 年美国 100 多年历史的 Kmart 申请了破产保护，2004 年在中国运营 8 年之久的普尔斯马特轰然倒下等；而 Dell、Wal-mart 等世界著名跨国公司谈到成功经验时，均提及了其先进的营运资本管理理念和模式。

2007 年下半年以来，全球的经济形势开始出现衰退，经济状况由繁荣转入低谷。许多上市公司在经济景气时期加大投资的力度，将资金大量投放市场。然而受到美国次贷危机带来的冲击，许多企业的资金回收出现困难。如何保持最优营运资本持有量、选择何种营运资本管理政策已经成为公司财务人员所面临的一个重要问题。根据国家统计局对我国 3911 家企业的调查显示（图 2），56% 的企业感到营运资金紧张。其中，26.8% 的企业认为营运资金缺口在 10% 以内；16.7% 的企业认为营运资金缺口在 10%~20% 之间；12.5% 的企业感到营运资金“严重紧张”，具有 20% 以上的营运资金缺口<sup>[2,3]</sup>。近年来，在金融危机的席卷下，提高营运资金管理效率正逐步成为国内外企业关注的重心之一。



数据来源：国家统计局统计结果整理而得

图 2 营运资金调查

在这样的经济环境与理论研究基础上,对并购和营运资本管理效率的研究显得尤为重要。并购是否会有利于营运资本管理效率的提高,不同的并购方式对营运资本管理效率的影响程度是否存在显著差别,区域内并购带来的营运协同效应是否高于跨区域并购,并购对营运资本管理的影响主要作用在哪些方面,这一系列问题正是笔者关注的焦点。本文将基于中国市场的现状,以非金融业的 A 股上市公司为研究样本,通过实证分析解决上述问题。

### 1.1.2 研究意义

企业兼并作为一种市场经济高度发展的产物和企业经营的有效手段,在很大程度上推动了各国经济的发展与飞跃。根据效率理论,企业并购是为了获得管理效率的提高及其他形式的协同效应,进而达到一加一大于二的效果(Ansoff, 1965)<sup>[4]</sup>。该理论认为提高管理效率是企业并购的动机之一,但关于并购方面的大部分实证文章得出的结论却是:由于委托代理问题和并购整合失败等原因,并购往往不能实现经营协同效应。营运资本管理作为经营管理过程中的重要组成部分,通过实证来研究并购对营运资本管理效率的影响,为企业的并购战略提供参考具有实际意义,特别是在金融市场出现危机时,营运资本的有效运作显得尤为重要。

纵观并购的研究史,国内外学者主要是围绕并购动因和并购绩效这两个方面来进行研究。关于动因方面的文章以规范性研究为主,从 1965 年《公司战略》一书中首次出现“协同”的概念至今,并购动因的研究已经形成了较为一致的理论体系;而关于并购绩效方面的研究,主要是以实证检验为主,国内外学者采用不同的数据样本和不同的绩效衡量指标来检验并购是否获得预期中的效应,实证检验结果存在较大的差异性。近年来,国外学者关于并购绩效的研究主要集中在并购绩效评价指标的优化以及并购失败原因的探讨两个方面,而国内学者主要在国外理论研究的基础上,结合我国的经济环境进行实证检验,且大部分研究均是从市场角度出发的,通过并购事件的累积超额收益率来衡量并购的绩效,鲜有从企业营运资本管理效率的微观角度来研究并购绩效。

随着经济的发展和金融危机的席卷,营运资本管理已引起实务界的广泛重视。但关于营运资本管理的研究起步较晚,从事这方面研究的学者较少,现有的关于营运资本管理的研究,主要围绕营运资本管理政策的选择、营运资本管理效率的衡量、营运资本管理效率的影响因素三个方面来研究,有部分学者从企业绩效的

角度来探讨营运资本管理的作用，得出的研究结论较为一致，普遍认为营运资本管理效率与企业绩效显著正相关。

本文在深入研究企业并购理论的基础上，将企业营运资本管理效率引入并购领域，尝试从营运资本管理效率的视角来研究企业并购的长期绩效，探索不同并购战略对营运资本管理效率的影响，并购对营运资本管理效率的影响又主要表现在哪些方面。本文试图在一定程度上丰富并购的基础研究成果，拓展并购绩效研究的视野，强化营运资本管理的重要性，为制定投资等经济政策和企业投资战略提供参考。

## 1.2 研究思路和框架

本文参考 Hill、Kelly 和 Highfield (2010)<sup>[5]</sup>关于营运资本管理效率影响因素的相关研究，以 2005-2006 年发生并购的企业为主要研究样本，考察这些企业在并购后五年的营运资本管理效率是否得到改善，是否显著高于其他未发生并购的企业。

首先，对并购和营运资本管理效率的相关理论进行系统的回顾，为本文进一步的研究奠定理论基础；通过归纳分析国内外相关文献，提出并购对营运资本管理效率影响的研究假设；其次，分析并购对营运资本管理效率构成影响的原因，并对其影响力的大小、方向做进一步的研究；再次，针对不同的并购方式和并购双方是否属于同一地区管辖分别进行实证检验，分析并购对营运资本管理效率的影响主要体现在哪些方面；最后，在讨论分析实证结果的基础上得出研究结论，提出了相应的政策建议，并指出了本文的研究不足以及未来可行的研究方向。

本文共分为六章，具体研究框架如下：

第 1 章为绪论。提出本文的研究背景和意义，明确研究内容，理清研究思路与框架。

第 2 章为并购和营运资本管理效率的理论及文献综述。首先对并购和营运资本的相关概念进行界定；随后介绍了营运资本管理效率和并购的相关理论以及实证分析。

第 3 章为研究设计。首先说明了本文的数据来源及样本的筛选标准并对解释变量、被解释变量及控制变量进行解释；在此基础上，提出并购对营运资本管理效率影响的假设，构建研究模型。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库